

今日焦點:

► 金沙中國（1928 HK，股價HK\$18.48，市值1,490億港元）
2Q25翻新後倫敦人支撐業績恢復

旗下物業業績表現分化。金沙中國公佈2Q25業績，淨收入同比增長2.5%至18億美元，但淨利潤同比下降13%至2.14億美元。經調整EBITDA同比持平於5.66億美元。倫敦人二期於5月全面投入營運，成功扭轉連續三個季度的業績頹勢，帶動整體淨收入及經調整EBITDA分別較市場預期高出2%與6%。倫敦人EBITDA同比翻倍至2.05億美元，翻新後的業績好於預期。然而，核心物業威尼斯人表現不佳，EBITDA同比下降10%至2.36億美元，主要由於博彩業務贏率不佳。澳門百利宮及澳門金沙等其他物業在本季度也表現遜色。

博彩業務增速落後於行業。2025年第二季總博彩收入同比持平於17億美元，而行業增長為8%。本季度市占率為22.5%，同比下降2個百分點，但環比持平。VIP博彩收入同比下降13%至1.55億美元，行業增長為13%，儘管贏率提升0.4個百分點，但轉碼數同比下降22%。中場博彩收入同比微升1%至14億美元，行業增長4%，主要受轉碼數增長1%推動，而贏率保持穩定。角子機博彩收入同比增長10%至1.83億美元，增速超過行業的9%。總博彩收入、中場及VIP業務的增速均落後於行業平均水準，反映本季度中低端遊客成為金沙中國的主要驅動力。

多元化活動吸引遊客。7至9月的演出陣容包括林憶蓮、Twins等粵語流行音樂偶像，主打成熟受眾群體。同時，7月中旬在威尼斯人舉辦的2025金沙物美嘉年華，三天吸引了超過11萬名遊客。公司還計劃在年內將NBA中國賽引入澳門，進一步豐富其非博彩活動。

我們觀點：近一年來倫敦人翻新工程持續影響金沙中國的業績，主要原因是可用房間數量大幅減少。隨著倫敦人翻新完成，2Q25業績顯著改善。倫敦人二期以高端中場為目標，包括1,500間套房和905間標準客房。完成翻新工程後，集團酒店客房總量將達10,800間，房間數量穩居澳門六大持牌博彩營運商之首。

香港及中國市場指數	收市	每日升跌	今年累升
恒生指數	25,388	-1.1%	26.6%
中資企業指數	9,150	-1.2%	25.5%
紅籌指數	4,321	-0.3%	14.3%
滬深300指數	4,127	-0.5%	4.9%
上海A股	3,767	-0.3%	0.3%
上海B股	268	0.1%	0.3%
深圳A股	2,302	-0.1%	12.4%
深圳B股	1,287	0.4%	6.1%

主要市場指數	收市	每日升跌	今年累升
美國道指	44,901	0.5%	5.5%
標普500	6,388	0.4%	8.6%
美國納斯達克指數	21,108	0.2%	9.3%
日經平均指數	41,302	-0.4%	3.5%
英國富時指數	9,120	-0.2%	11.6%
法國證券公會指數	7,834	0.2%	6.1%
德國法蘭克福指數	24,217	-0.3%	21.6%

商品價格	收市	每日升跌	今年累升
金價 (美元/盎司)	3,337	-0.9%	26.9%
銅價 (美元/盎司)	2,184	-2.2%	22.3%
銀價 (美元/盎司)	38	-2.3%	32.1%
原油 (美元/桶)	65	-1.3%	-8.9%
銅價 (美元/盎司)	9,769	-1.6%	11.4%
鋁價 (美元/盎司)	2,635	-0.6%	3.3%
鉛價 (美元/盎司)	1,406	-0.6%	56.0%
錫價 (美元/盎司)	2,823	-1.3%	-5.2%
小麥 (美分/蒲式耳)	538	-0.6%	-2.8%
玉米 (美分/蒲式耳)	419	-0.4%	-5.9%
糖 (美分/磅)	N/A	N/A	N/A
黃豆 (美分/蒲式耳)	1,021	-0.3%	-1.1%
PVC (美元/噸)	N/A	N/A	-6.8%
CRB 指數	302	-0.5%	3.0%
BDI			126.4%

匯率	美元	港元	歐羅	日元	瑞郎	人民幣
美元		7.8	0.9	147.7	0.8	7.2
港元	0.1		0.1	18.8	10.1	0.9
歐羅	1.2	9.2		173.4	1.1	8.4
日元	0.0	5.3	0.6		0.5	0.0
瑞郎	1.3	9.9	1.1	185.7		9.0
人民幣	0.1	1.1	0.1	20.6	0.1	

市場情緒	目前	5日升跌
信貸違約掉期 - 美元五年期		
希臘	N/A	N/A
愛爾蘭	83	-2.4%
義大利	139	-0.6%
葡萄牙	207	-0.0%
西班牙	108	0.3%
波動率指數	14	-9.0%

我們預期金沙中國將持續憑藉倫敦人項目驅動高端中場業務增長，同時聚焦威尼斯人鞏固基礎中場市場份額。短期來看，市場關注點料將集中在倫敦人後續營運表現及返佣率的提升上。該股2025年預期EV/EBITDA為11倍。

圖 1：金沙中國博彩業務表現(百萬美金)

		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25
VIP segment	VIP業務										
VIP turnover	貴賓賭碼數	4,011	4,918	4,873	6,017	5,441	5,625	5,485	4,470	5,474	4,371
VIP win rate	貴賓贏率	4%	4%	4%	2%	2%	3.19%	3.23%	2.45%	2.99%	3.56%
VIP GGR	VIP博彩收益	155	182	186	130	128	179	177	110	164	155
Mass segment	中場業務										
Mass table drop	中場博彩投注額	4,024	5,277	5,823	6,167	6,126	6,209	5,995	5,909	5,809	6,251
Mass win rate	中場贏率	23%	22%	22%	23%	23%	22%	22%	23%	22%	22%
Mass GGR	中場博彩收益	911	1,169	1,287	1,415	1,414	1,365	1,338	1,366	1,281	1,377
Slot segment	角子機業務										
Slot machine handle	角子機博彩投注額	2,809	3,853	3,970	4,187	4,301	4,580	4,314	4,478	4,564	4,966
Slot machine win rate	角子機贏率	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
Slot GGR	角子機博彩收益	117	151	159	163	169	166	167	163	165	183
Total GGR	總博彩收入	1,183	1,502	1,633	1,708	1,711	1,710	1,682	1,639	1,609	1,715

資料來源：公司數據，新華滙富研究

圖 2：總博彩收入恢復至 2019 年水平

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25
Industry	45%	62%	69%	75%	75%	77%	79%	80%	76%	83%
Melco	43%	57%	58%	64%	72%	70%	68%	69%	80%	
Sands China	51%	71%	80%	79%	73%	81%	83%	81%	69%	81%
Wynn Macau	39%	55%	65%	73%	69%	64%	70%	75%	61%	
MGM China	77%	101%	99%	125%	141%	137%	113%	128%	131%	
Galaxy Entertainment	41%	52%	64%	67%	65%	71%	74%	79%	74%	
SJM	37%	53%	60%	63%	66%	69%	79%	75%	72%	

資料來源：公司數據，新華滙富研究

圖 3：VIP 收入恢復至 2019 年水平

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25
Industry	23%	35%	38%	39%	39%	38%	42%	43%	39%	38%
Melco	17%	26%	18%	22%	23%	25%	23%	23%	36%	
Sands China	24%	32%	42%	24%	19%	32%	40%	20%	25%	28%
Wynn Macau	12%	26%	25%	28%	23%	20%	25%	30%	15%	
MGM China	28%	50%	39%	49%	56%	39%	29%	42%	43%	
Galaxy Entertainment	11%	13%	13%	14%	18%	19%	18%	24%	27%	
SJM	5%	15%	12%	15%	16%	15%	27%	22%	16%	

資料來源：公司數據，新華滙富研究

圖 4：中場收入恢復至 2019 年水平

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25
Industry	67%	88%	95%	107%	113%	114%	110%	111%	113%	118%
Melco	61%	85%	91%	99%	114%	110%	103%	107%	119%	
Sands China	60%	84%	89%	97%	93%	98%	93%	93%	84%	99%
Wynn Macau	74%	91%	105%	117%	132%	120%	114%	119%	122%	
MGM China	117%	137%	142%	174%	213%	205%	171%	181%	204%	
Galaxy Entertainment	72%	92%	108%	113%	112%	112%	112%	126%	120%	
SJM	55%	68%	78%	83%	92%	93%	97%	96%	100%	

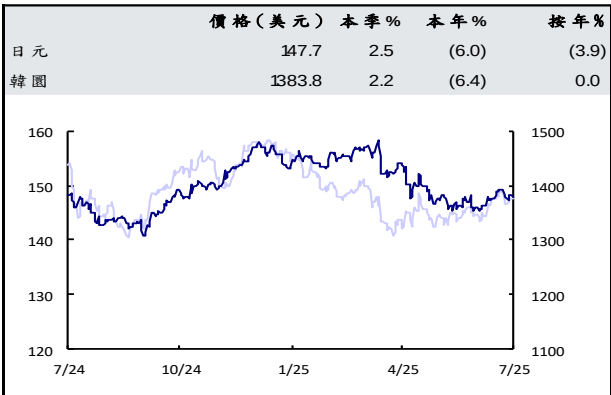
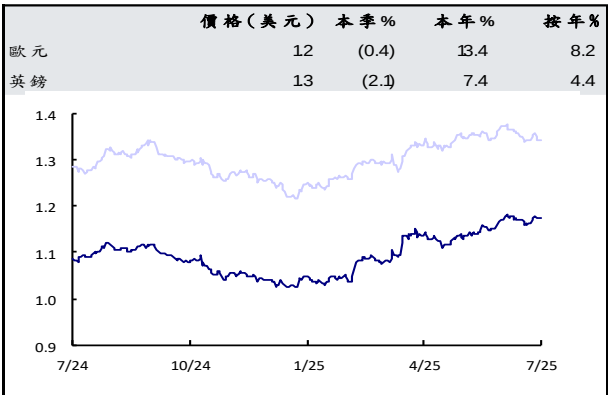
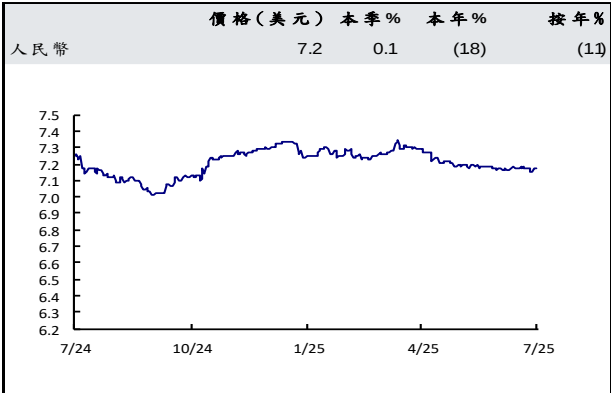
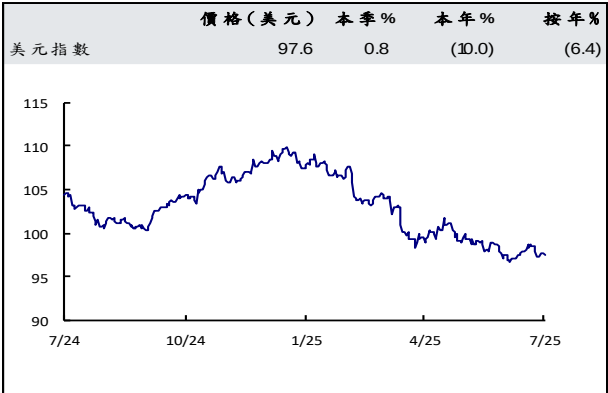
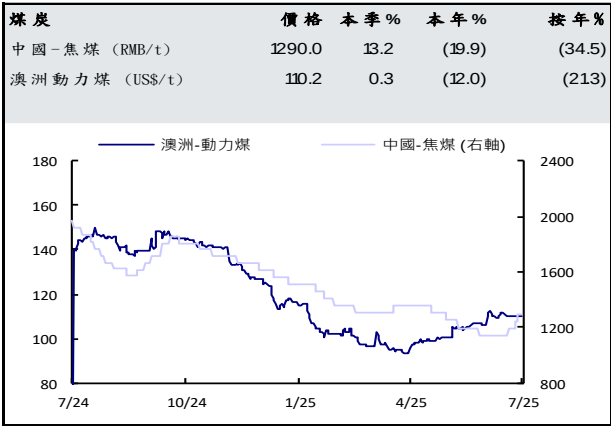
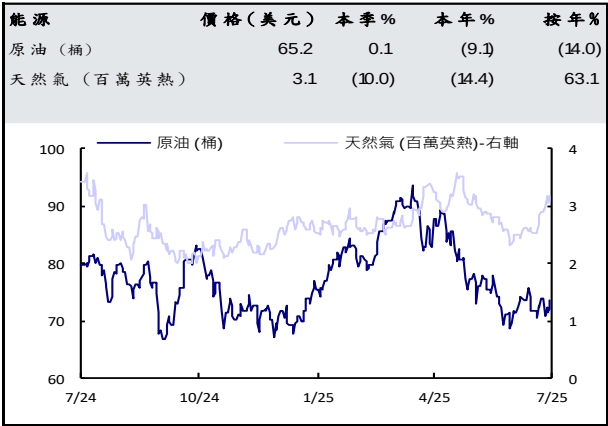
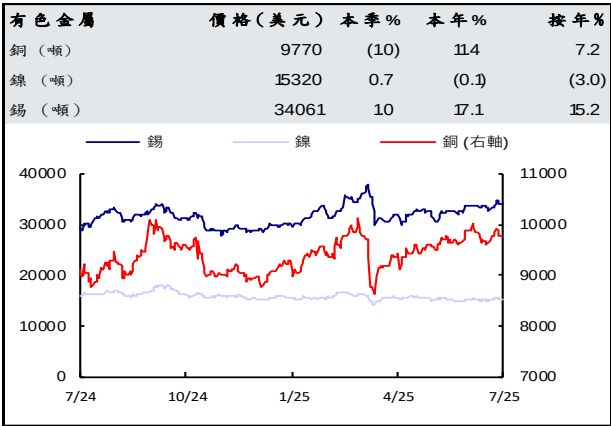
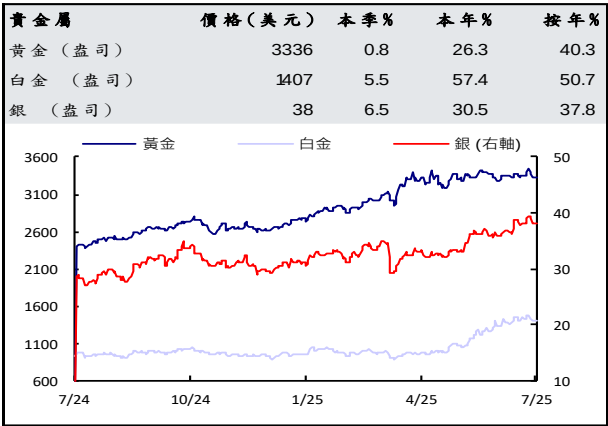
資料來源：公司數據，新華滙富研究

圖 5：老虎機收入恢復至 2019 年水平

	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2
Industry	66%	71%	75%	77%	86%	86%	82%	87%	88%	94%
Melco	75%	73%	85%	77%	86%	87%	92%	83%	96%	
Sands China	76%	94%	99%	101%	109%	103%	104%	102%	107%	114%
Wynn Macau	47%	50%	41%	50%	64%	60%	55%	54%	60%	
MGM China	64%	72%	72%	90%	97%	103%	87%	109%	96%	
Galaxy Entertainment	60%	79%	84%	84%	107%	117%	113%	129%	129%	-
SJM	87%	187%	167%	156%	184%	207%	208%	201%	244%	-

資料來源：公司數據，新華滙富研究

市場洞察-主要大宗商品和貨幣



資料來源：彭博

美國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
批發庫存	月		25年7月29日
消費者信心指數	月		25年7月29日
國內生產毛額	季		25年7月30日
首次申請失業保險金人數	週		25年7月31日
個人收入與支出	月		25年7月31日
採購經理人指數	月		25年8月1日
就業報告	月		25年8月1日
耐久財訂單	月		25年8月4日
工廠訂單	月		25年8月4日
貿易收支	月		25年8月5日
消費者物價指數	月		25年8月12日
生產者物價指數	月		25年8月14日
商業庫存	月		25年8月15日
零售業銷售額	月		25年8月15日
工業生產指數	月		25年8月15日
新屋開工與營建許可	月		25年8月19日
成屋銷售量	月		25年8月21日
新屋銷售	月		25年8月25日
汽車銷售	月		

中國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
採購經理人指數	月		25年7月31日
外匯儲備	季		25年8月7日
貿易收支	月		25年8月7日
M2貨幣供應量	月		25年8月9日
生產者物價指數	月		25年8月9日
消費者物價指數	月		25年8月9日
零售業銷售額	月		25年8月15日
工業生產報告	月		25年8月15日
國內生產毛額	年		25年10月20日

香港經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
貿易收支	月		25年7月28日
國內生產毛額	季		25年7月31日
M2貨幣供應量	月		25年7月31日
零售業銷售額	月		25年7月31日
採購經理人指數	月		25年8月5日
外匯儲備	月		25年8月7日
失業率報告	月		25年8月19日
消費者物價指數	月		25年8月21日
生產價格	季		25年9月15日
工業生產報告	季		25年9月15日
綜合利率	月		

滙富研究部		
分析員 王學宏 (Howard Wong) 劉恩妍 (Ensley Liu)	電郵 Howard.wong@sunwahkingsway.com Ensley.liu@sunwahkingsway.com	電話 (852)22837307 (852)22837618

[illegible]

資料來源：香港交易所

免責聲明

本報告並非要約或招攬購買及認購任何證券。本報告中所提及的證券，在某些司法管制的區域下，並不適合作買賣。本報告或其任何部份均不得直接或間接分發或傳送予該等司法管制區域或當地居民，違者將構成觸犯有關法律及條例的罪行。本報告之擁有人應瞭解並遵守相關之限制。本報告只供私下傳閱之用，在未經滙富金融服務有限公司(“滙富金融服務”)及其聯屬公司(統稱“滙富集團”)書面同意之前，不得抄襲、影印、複製或再分發。

本報告由滙富金融服務在中華人民共和國香港特別行政區(“香港”)分發，滙富金融服務為根據香港法例第571章證券及期貨條例在香港證券及期貨事務監察委員會(“證監會”)註冊為持牌法團，中央編號為ADF346。

本報告所載資料摘錄自相信屬可靠之來源，惟滙富金融服務概不就其真確性或準確性作出任何明示或暗示之陳述或保證。印製本報告旨在協助收取本報告之人士，惟彼等作出判斷時不應依賴此作為一項具權威性之報告或以此為依據。本報告不得詮釋要約、邀請及招攬購買或出售於本報告所述公司之任何證券。本報告所載之建議，並無考慮任何特定收件人之特定投資目標、財務狀況及特別需要。所有意見及估算反映我們在本報告日之判斷，故可隨時更改，無須另行通知。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)可出任本報告所述任何發行商之證券發售之牽頭或副經辦人，可不時為任何發行商提供金融服務或其他顧問服務或從任何發行商招攬金融服務或其他業務。

在過往一年，滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)可能擔任本報告所述任何發行商之金融工具之市場莊家或以委託人形式進行買賣，並可能作為該發行商之包銷商、配售代理、顧問或放款人。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司、聯屬公司、股東、高級職員、董事及任僱員)可就任何發行商之證券、商品或衍生工具(包括期權)或其中之任何其他金融工具設立好倉或淡倉及進行買賣。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)之僱員可出任任何該等機構或發行商之董事或作為該等機構或發行商之董事會代表。

2025滙富集團。版權所有，不得翻印。

總辦事處聯屬公司及海外辦事處

香港
滙富金融服務有限公司
香港金鐘道89號
力寶中心1座7樓
電話：852-2283-7000
傳真：852-2877-2665

廣州
廣東新華滙富商業保理有限公司
廣州越秀區先烈中路69號
東山廣場2701室
郵編510095

越南
新華滙富越南服務有限公司代表處
SunwahTower,MezzanineFloor
115NguyenHue
District1
HoChiMinhCity
Vietnam